

La Bolsa, el nuevo 'refugio' de los inversores

USAL
UNIVERSIDAD
DEL SALVADOR

Alumna: Ilari, Verónica

Profesora: Ana Mayor

Índice:

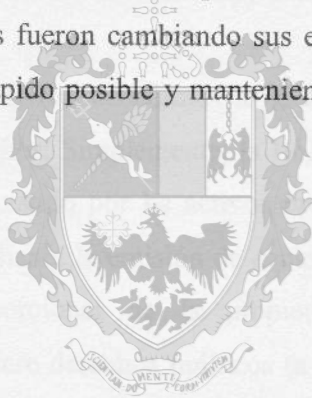
Hipótesis de trabajo	2
Objetivo de trabajo	2
Introducción	3
Marco teórico	6
Desarrollo	13
Un poco de historia	13
¿Cómo se llegó a estos niveles?.....	15
Crónica de una 'crisis' anunciada	16
El nacimiento de una nueva corriente inversora	21
Trabas a la transferencia de activos	22
Cómo fue creciendo el protagonismo de la Bolsa	23
La situación de los bancos	75
Ganadores y perdedores a dos meses de la salida de la convertibilidad.....	79
Independizándose	80
Restricciones a la operatoria con Cedear's y ADRs	85
A tres meses de la devaluación	86
El retorno de los Cedear's	88
Devaluación y 'corralito', impulsores del negocio bursátil	90
Argentina, una buena excusa ante la caída de acciones extranjeras	92
Abril, el mes de los bonos	94
Los Cedear's, cada vez más atractivos	96
Las AFJP apuestan cada vez más fuerte a los Cedear's	97
El fortalecimiento del cable	98
El Merval, en sus mínimos en términos de dólares	99
Conclusión	102
Bibliografía	105

Hipótesis de trabajo:

A partir de finales de noviembre de 2001 y hasta junio de 2002, los inversores fueron adaptando sus carteras de inversión a la crisis, buscando protegerse de la depreciación del peso.

Objetivo de trabajo:

Demostrar que desde principios de diciembre de 2001, cuando se impuso el cepo a los pasivos financieros bancarios -es decir, a los depósitos-, sumado al temor de que se saliera de la convertibilidad -con la consecuente pérdida de valor de los ahorros-, y hasta junio de 2002, los inversores fueron cambiando sus estrategias, con el propósito de disponer de su dinero lo más rápido posible y manteniendo el poder adquisitivo del mismo de la mejor manera.



USAL
UNIVERSIDAD
DEL SALVADOR

Introducción:

Hace unos cuatro siglos atrás, allá por el año 1688, Don Ioffeph de la Vega, un judío español afincado en Flandes, escribía el que hasta el día de hoy se conoce como el primer libro sobre la Bolsa, y lo titulaba "Confusión de confusiones: diálogos curiosos entre un filósofo agudo, un mercader discreto y un accionista erudito". Y es que la Bolsa es una de las instituciones del mundo económico sobre la que recaen las más evidentes contradicciones y la mayor ignorancia. En efecto, la Bolsa es una institución desconocida para muchos, casi misteriosa, que funciona con un lenguaje y una terminología comprendidos solamente por los entendidos en la materia. En torno de la Bolsa, la imaginación humana ha creado melodramas, exagerando desmesuradamente los efectos de sus oscilaciones.

Pero la Bolsa no es ni una rareza económica ni la causa de la riqueza de unos pocos o de la miseria de otros muchos. Simplemente, la Bolsa es el mercado financiero secundario por excelencia. Comenzando por los activos menos líquidos, las empresas pueden obtener financiamiento mediante la emisión de acciones, que son títulos valores que representan una parte proporcional de la propiedad de la empresa. Esta participación en la propiedad confiere derechos políticos (a votar en las Asambleas), y derechos económicos (a participar en el reparto de dividendos). Además, permite participar en el patrimonio de la compañía, un derecho que, aunque no pueda ejercerse hasta la liquidación de la misma, origina el derecho preferente a suscribir la emisión de nuevas acciones.

La evolución bursátil, a pesar de que en cada país o en cada continente tenga características que puedan considerarse 'propias', está inmersa en un contexto económico global que implica forzosamente una similitud en las inquietudes que todas las Bolsas tienen.

En la Argentina, tras el boom experimentado por el mercado de capitales a principios y mediados de la década del '90 -en el cual el índice Merval, principal indicador de la Bolsa de Comercio porteña en el que cotizan las empresas más líquidas superó los 900 puntos-, los índices bursátiles empezaron a perder terreno con el comienzo de la recesión, borrando las importantes ganancias que habían acumulado desde que se había implementado la convertibilidad, en abril de 1991. Sin embargo, tras

la espectacular caída en los depósitos del sistema bancario, que comenzó a finales de febrero del año 2001, para volver a caer, esta vez más pronunciadamente hacia julio de ese año y, tras recibir en agosto un nuevo paquete por parte del Fondo Monetario Internacional, caer una vez más, casi ininterrumpidamente, hasta desembocar en lo que luego se denominó el 'corralito financiero', la Bolsa volvió a cobrar protagonismo y los distintos activos que en ella se negociaban pasaron a ser uno de los principales destinos de grandes ahorristas e inversores, deseosos de preservar el valor de sus ahorros y huir de los bancos.

Fue así como, hacia finales de octubre de 2001, y tras un pobre año bursátil -en el cual los montos negociados fueron paupérrimos-, el temor de que la continua pérdida de depósitos del sistema bancario desembocara en un nuevo 'Plan Bonex', o se produjera un 'pisamiento de depósitos', algunos individuos comenzaron a volcar sus depósitos a la Bolsa, ya sea hacia las acciones o los bonos, con el objetivo principal de evitar que su dinero les quedara indisponible por un lado, y, dado el creciente temor de que la situación derivara en la devaluación del peso, cosa que finalmente ocurrió, preservar el valor de sus ahorros por el otro.

El propósito de este trabajo es explicar las razones por las cuales los inversores se fueron volcando hacia el mercado de capitales, y cuáles fueron los activos elegidos en cada etapa. También el trabajo busca mostrar cuáles fueron los costos que tuvieron que enfrentar aquellos que resolvieron utilizar el mercado de capitales para escapar del cepo bancario, y cuáles fueron las principales operaciones realizadas en cada etapa.

Para esto, primero armaré un marco teórico en el cual explicaré los distintos conceptos que se encontrarán en el presente trabajo. Luego, en el desarrollo, explicaré cuáles fueron las distintas etapas por las que atravesó la Bolsa local, desde finales de noviembre de 2001 y hasta junio de 2002, explicando las operaciones e instrumentos elegidos por los inversores, y a qué se debió cada elección. Allí también ilustraré con las evoluciones de precios de los distintos activos, tanto en el mercado local como en el extranjero, y en algunos casos también la evolución en los montos y volúmenes operados. Finalmente, estará la conclusión a la que haya arribado tras el análisis del presente material.

Los gráficos que se incluyen en el presente trabajo, si bien tienen todos el sello del Diario El Cronista, esto no significa que los mismos hayan salido publicados. Esto se debe a que fueron realizados, en su totalidad, por el equipo de infografía del diario, a quien agradezco enormemente su colaboración, en especial a Pablo Fisicaro, que fue quien hizo la mayoría de ellos.

También agradezco a todas las personas que aparecen citadas, con quienes tuve –y tengo– la posibilidad de dialogar y cuyo aporte fue muy valioso para la elaboración del presente trabajo.



USAL
UNIVERSIDAD
DEL SALVADOR

Marco teórico¹:

La Bolsa es el mercado organizado en el que se negocian principalmente títulos de renta variable (acciones), y también en muchas de ellas títulos de renta fija (bonos y obligaciones negociables) y algunos otros activos. Para estos instrumentos existen dos tipos de mercados: el primario y el secundario. El mercado primario es aquel en el cual el objeto de negociación son los activos financieros en el momento de su primera colocación, es decir, cuando son lanzados al mercado. El mercado secundario, en tanto, es cualquier tipo de foro de contratación en el cual un empresario mayorista, de mercancías o de títulos valores, realiza ventas a compradores al por menor. En el mercado de emisiones suele haber una primera fase en la cual las grandes instituciones se hacen cargo de toda o la mayor parte de una emisión, para coblarla después, por lo menos en cierta medida, entre sus clientes.

Según Frank Fabozzi, Franco Modigliani y Michael Ferri², “es en el mercado secundario en donde un emisor de valores —aún cuando el emisor sea una corporación o una unidad gubernamental—, puede estar provisto de información regular sobre el valor del activo. El comercio periódico del activo revela al emisor el precio de consenso que el activo tiene en un mercado abierto. Por lo tanto, las empresas pueden descubrir qué valor de inversión concierne a sus acciones, y las empresas o emisores no corporativos pueden observar los precios de sus bonos y las tasas de interés implícitas por las cuales los inversores esperan y demandan”.

Ese tipo de información ayuda a los emisores a valorar qué tan bien están usando los fondos adquiridos de las primeras actividades del mercado primario, e indica también qué tan receptivos podrían ser los inversores a las nuevas ofertas.

Otro servicio que un mercado secundario ofrece a los emisores es la oportunidad para que el comprador original de un activo anule la inversión vendiéndola por efectivo. A menos que los inversores tengan la certeza y confianza en poder cambiar de un activo financiero a otro cuando así lo creyeran conveniente, necesario, o simplemente así lo

¹ Los conceptos y definiciones del presente marco teórico se han elaborado a partir de información correspondiente al libro “Mercados e instituciones financieras”, de Frank J. Fabozzi, Franco Modigliani, Michael G. Ferri, Prentice Hall, 1994; Cuadernillos curso Patagon del Programa “Inversores del tercer milenio”, dictado en la Universidad del Salvador en el año 2000; y los sites de Internet www.bolsar.com; www.puentenet.com; y www.invertironline.com

² Frank J. Fabozzi, Franco Modigliani, Michael G. Ferri, “Mercados e instituciones financieras”, parte 5, capítulo 15: “Mercados secundarios”, Prentice Hall, 1994.

desearan, no estarán dispuestos a comprar cualquier activo financiero. Es decir, existe una especie de 'selectividad' por parte de los inversores a la hora de elegir en qué instrumentos colocar su dinero, y esta selectividad está dada por las expectativas que la persona tenga en relación a la performance, o desempeño futuro, de la empresa o Estado en cuestión.

Asimismo, la predisposición por parte de los posibles inversores afecta a los potenciales emisores. Esto es así porque, o bien los emisores estarán incapacitados para vender del todo los nuevos valores, o bien porque tendrían que pagar una alta tasa de retorno, ya que los inversores aumentarían la tasa de descuento en compensación por la falta de liquidez esperada de los valores.

Los inversores en activos financieros reciben diversos beneficios de un mercado secundario. Dicho mercado les ofrece tanto liquidez por sus activos como información razonable o de consenso sobre los mismos. Dentro de ese marco, los mercados secundarios reúnen a muchas partes interesadas y, además, reducen los costos de búsqueda de probables compradores y vendedores de activos. Además, al acomodar muchas negociaciones, los mercados secundarios mantienen bajo el costo de transacción. De hecho, al margen de la comisión que cobra cada sociedad o agente de Bolsa a sus clientes, los inversores tienen que pagar derechos de Bolsa y de Mercado. En el caso de las acciones, los derechos de Bolsa ascienden al 0,0351%, y en el caso de los bonos, al 0,01%. En el Merval (Mercado de Valores de Buenos Aires), en tanto, los derechos de mercado ascienden al 0,06% para las acciones y 0,01% para los bonos.

La gran mayoría de los mercados secundarios son continuos. Esto significa que los precios de los activos son determinados 'continuamente' a través del comercio diario, a medida que los compradores y vendedores van presentando sus órdenes. Es por esto que, en un mercado continuo, los precios pueden ir variando de acuerdo al patrón de órdenes que vayan llegando al mercado, y no con cualquier cambio que se produzca en la situación básica de la oferta y la demanda.

Una de las características del mercado secundario es que se trata de un mercado perfecto. Generalmente, un mercado perfecto resulta cuando, por un lado, el número de compradores y el número de vendedores es suficientemente grande, y por el otro, cuando todos los participantes son también, a nivel individual, lo suficientemente pequeños, de manera tal que ningún intermediario pueda influenciar el precio de la negociación. En consecuencia, todos los compradores y todos los vendedores son

tomadores de precios (no fijadores de precios), y el precio de mercado es determinado donde se alcanza el equilibrio entre la oferta y la demanda.

De todas maneras, como en el mercado secundario existen algunos costos, como por ejemplo los de transacción, y hay veces en que se producen interferencias en relación a la oferta y a la demanda, también existen algunas fricciones.

Los mercados OTC (over-the-counter) son aquellos mercados no organizados ni oficiales, y que son paralelos a uno que sí lo es, pudiendo coexistir ambos. Este tipo de mercado permite la realización de operaciones con mayor discreción y flexibilidad que en un mercado regulado, pero no existe un organismo central que actúe como contrapartida de todas las operaciones, con lo cual el riesgo de contrapartida es usualmente para el banco con el que se hace la operación.

En cualquier clase de intercambio, los mercados spot son aquellos en los que las transacciones se realizan al contado, sin plazo. En estas transacciones se señalan tanto día como hora en el que se realizó la operación.

Los denominados índices bursátiles resumen la evolución del mercado bursátil. El valor de estos índices es la media de los índices de las acciones consideradas, calculados como la relación entre la cotización actual y la existente en el momento que se toma como base. Existen índices que engloban todas las acciones cotizadas, de sectores, de conjuntos de bolsas, etcétera. De hecho, en la Argentina hay cuatro índices bursátiles: el Merval, en el que cotizan las empresas que poseen mayor liquidez; el Merval Argentina, en el que están listadas sólo empresas de capitales nacionales; el Burcap, en el cual cotizan las empresas de acuerdo a su capitalización bursátil; y el índice general de la Bolsa, donde están listadas todas las compañías que cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

La capitalización de mercado de una compañía es el resultado del número de acciones emitidas por la compañía, que cotizan en el mercado, multiplicado por el valor de las acciones de esa compañía.

Una acción es cada una de las partes en que las que está dividido el escriturado de una sociedad anónima. Las mismas pueden ser nominales o al portador, pudiendo diferenciarse en series distintas por su valor nominal o por el contenido de sus derechos. La tenencia de acciones faculta a participar preferentemente en las sucesivas ampliaciones de capital, a entrar en el reparto de las ganancias (dividendos), a percibir parte del patrimonio resultante en caso de liquidación de la sociedad, y a votar en la

junta general de accionistas cuando se posee el mínimo que los estatutos exigen para el ejercicio de tal derecho.

Las acciones pueden ser:

- Ordinarias: son acciones comunes, con derecho a voto y a dividendo.
- Preferentes: son las acciones que se emiten por las sociedades anónimas en general, con alguna cualidad específica, como ser un derecho prioritario a dividendos; o por los bancos, con todos los derechos económicos, pero sin los políticos, es decir, a voto, a puestos en el consejo, voto en la junta general de accionistas, etcétera, y cuyo monto se incorpora a los recursos propios de la entidad.
- Preferentes convertibles: son las acciones preferentes que tienen el derecho a canjearse en su momento por acciones ordinarias. El porcentaje a cobrar como dividendos es menor que en una acción preferente normal pero, a cambio, el inversor tiene la posibilidad de obtener una ganancia de capital si ejercita el derecho de conversión.
- Acciones con oferta pública: son las acciones que cotizan en los mercados de valores, y que pueden ser compradas y vendidas libremente por cualquier inversor.
- Acciones privadas: son las acciones que no cotizan en ningún mercado, y que se pueden comprar solamente a través de una negociación con su propietario.

Dentro de la renta variable también están los Cedear's (Certificados de depósito argentinos). Los mismos son acciones de empresas extranjeras, es decir, no argentinas, que cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Al comprar un Cedear, el inversor adquiere una acción (o su fracción correspondiente según sea el ratio de conversión de Cedear por acciones ordinarias) de una empresa radicada en el exterior.

El inversor que decida posicionarse en Cedear's deberá tener en cuenta que es conveniente la adquisición de papeles que sean líquidos (es decir, que sea fácil entrar y salir de los mismos), ya que algunos de los títulos que cotizan en el panel Cedear son ilíquidos, lo que dificulta tanto la compra como la venta de los mismos. Para ello, por lo general, puede considerarse que cuanto mayor renombre posee la empresa, mayor es la liquidez en la negociación de ese Cedear.

De la misma manera en que las acciones extranjeras que cotizan en la plaza bursátil local son denominados Cedear's, las acciones argentinas que cotizan en los mercados extranjeros, básicamente en Nueva York, se denominan ADRs (American Depositary Receipts). En realidad, los ADRs son las acciones de las empresas que no son estadounidenses y que cotizan sus acciones en ese país. A veces, un ADR equivale a más de una acción. De todas maneras, el riesgo implícito es el mismo.

En cuanto a la renta fija, los activos más comunes son los bonos. Estos instrumentos son títulos valores con características básicas análogas a las obligaciones. Por medio de los bonos, se materializa la emisión de empréstitos, ya sean públicos o privados. En general, los bonos son títulos al portador, normalmente negociables en bolsa, con ámbito nacional o internacional; e interés fijo o flotante. Comúnmente, las tasas de interés toman como base la Libor (London InterBank Offered Rate), aunque a veces la referencia que se toma es otra. El precio de los bonos varía de manera inversa a la fluctuación de la tasa de interés. Es decir que, cuando la tasa de interés sube, el precio del bono baja, y viceversa.

Al igual que sucede con las acciones, existen distintos tipos de bonos:

- Bonex: son los bonos externos. Estos títulos de la deuda pública fueron emitidos por el Estado argentino en dólares. Los mismos podían ser adquiridos mediante suscripción -por intermedio de las entidades autorizadas-, o en el mercado secundario -por medio del mercado bursátil.
- Bonos Brady: son los bonos que fueron emitidos por algunos países iberoamericanos en el Plan Brady. Los mismos están garantizados por el Gobierno de los Estados Unidos, razón por la cual tienen un nivel de riesgo aceptable, y existe un mercado bastante líquido de compraventa, habiendo incluso un índice que permite seguir la evolución de los precios.
- Bonos convertibles: son los bonos que conceden a su poseedor la opción a canjearlo por acciones de la sociedad a un precio prefijado. A cambio, tienen un cupón inferior al que tendrían sin la opción de convertibilidad, lo cual el inversor acepta previendo una posible suba del precio de la acción.
- Bonos convertibles con opción de venta: son los bonos que conceden al inversor una opción de venta al emisor, después de un período predeterminado, y a un precio superior al nominal. Con este tipo de bono, la